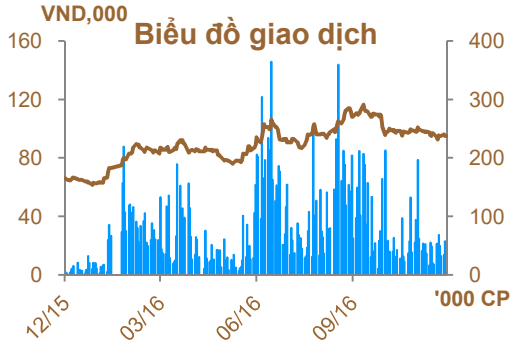
Báo cáo cập nhật

23 Dec 2016

truefriend KIS CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam

Đánh giá TĂNG TỶ TRỌNG DHG

	Dược phẩm
Giá thị trường (VND)	94,800
Giá mục tiêu (VND)	109,000
Tỷ lệ tăng giá (%)	*15%*
Suất sinh lợi cổ tức (%)	*3.2%*
Suất sinh lợi bình quân năm (%)	18.2%



Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	42.8%	-2.7%	-12%	43.9%
Tương đối	27.6%	-0.3%	-11%	25.7%

Nguồn: StoxPlus, tương đồng VNI

Thống kê 23-12-16

Thấp/Cao 52 tuần (VND)	61.5k-116.3k
SL lưu hành (triệu cp)	87
Vốn hóa (tỷ đồng)	8,263
Vốn hóa (triệu USD)	364
% khối ngoại sở hữu	49%
SL cp tự do (triệu cp)	6.69
KLGD TB 3 tháng (cp)	85,189
VND/USD	22,710
Index: VNIndex / HNX	664.37/79.08

Nguồn: StoxPlus

Sở hữu 23-12-16

Tổng Công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn Nhà nước	43.31%
Công ty TNHH Dược phẩm Taisho	24.44%
FTIF - Templeton Frontier Markets Fund	1.65%
Khác	30.6%

Nguồn: StoxPlus

Ms. Nu Le

(+84 8) 3914 8585 - Ext: 1460

Nu.lt@kisvn.vn

www.kisvn.vn

CTCP Dược Hậu Giang (HOSE: DHG) - thay đổi để phát triển

Thuận lợi:

- Thay đổi phương thức bán hàng tăng tính hiệu quả của hệ thống phân phối
- Sự hợp tác với Taisho sẽ mở rộng thị trường xuất khẩu cho Dược Hậu Giang
- Nâng cấp dây chuyền hiện tại lên chuẩn PIC/S để tiết kiệm thời gian và chi phí mang lại lợi thế cạnh tranh cho Dược Hậu Giang
- Luật Dược sửa đổi mở ra nhiều cơ hội cho các nhà sản xuất thuốc trong nước, đặc biệt công ty đang giữ vị thế dẫn đầu như Dược Hậu Giang
- Nhà máy Betalactam đi vào hoạt động vào tháng 10 sẽ tăng công suất và ưu đãi thuế

Bất lợi:

- Cạnh tranh gia tăng trên cả kênh OTC và ETC
- Trong dài hạn, giới hạn đối với thuốc kháng sinh có thể bị áp dụng, gây ra những tác động tiêu cực đối với Dược Hậu Giang khi hơn 30% doanh thu được đóng góp bởi thuốc kháng sinh

Khuyến nghị

Chúng tôi định giá mỗi cổ phiếu DHG ở mức giá 109,000 đồng vào cuối năm 2017 dựa trên phương pháp so sánh. Vì vậy chúng tôi nâng khuyến nghị từ Trung lập lên **TĂNG TỶ TRỌNG.**

Tỷ đồng	2015	2016	2017E	2018E
Net revenue	**3,608**	**3,629**	**4,092**	**4,500**
Growth (%)	*-8*	*1*	*13*	*10*
Operating profit	**693**	**736**	**843**	**961**
Margin (%)	*19.2*	*20.3*	*20.6*	*21.4*
Other profit	30.0	-4.8	-5.5	-6.0
Net profit	**593**	**649**	**739**	**835**
Margin (%)	*16.4*	*17.9*	*18.0*	*18.6*
Outstanding shares (million)	87	87	87	87
EPS (bonus-adjusted, VND)	**6,754**	**7,393**	**8,416**	**9,513**
Growth (%)	*10*	*9*	*14*	*13*
ROE (%) (excl minority)	25	24	24	23
Net debt/Equity (%)	*-26*	*-32*	*-37*	*-42*
PER (x)	14.0	12.8	11.2	9.9
PBR (x)	3.3	2.9	2.5	2.1
EV/EBITDA (x)	9.7	8.8	7.4	6.1
DPS (VND, as reported)	**3,000**	**3,500**	**3,000**	**3,000**
Dividend yield (%)	*3.2*	*3.7*	*3.2*	*3.2*

Kết quả kinh doanh

Tỷ đồng	9T2015	9T2016	*n/n (%)*
DTT	**2,459**	**2,608**	*6.1*
LN gộp	**980**	**1,181**	*20.5*
Biên LN gộp (%)	*39.9*	*45.3*	
LN hoạt động	**500**	**535**	*7*
Biên LN (%)	*20.3*	*20.5*	
CP lãi vay ròng	-14	-30	
Thu nhập khác	48	-3	
LN ròng	**426**	**471**	*10.6*
Biên LN (%)	*17.3*	*18*	

Thay đổi phương thức bán hàng

Doanh thu thuần trong 9T2016 tăng 6.1% so với cùng kỳ lên 2,459 tỷ đồng. Theo đó, doanh thu thuần bán hàng hóa tăng 13,4% so với cùng kỳ, chiếm 81% doanh thu thuần. Trong khi đó, doanh thu bán hàng hóa giảm 20% so với cùng kỳ xuống 467 tỷ đồng do thay đổi chính sách chiết khấu dẫn tới thay đổi về ghi nhận kế toán.

9 tháng 2016, biên LN gộp cải thiện khá nhiều do (1) chiến lược bán hàng mới và (2) thay đổi cơ cấu sản phẩm.

Trước tiên, trước đó vì Dược Hậu Giang tập trung vào một số khách hàng lớn, công ty thường chiết khấu cao cho những khách hàng này, do đó giảm biên LN gộp, theo Dược Hậu Giang. Do đó, từ 2015, công ty đã triển khai chiến lược bán hàng mới, loại bỏ kênh bán sỉ trực tiếp để giảm thiểu sự phụ thuộc vào một vài khách hàng lớn trong khi phát triển khách hàng nhỏ lẻ và chuyên môn hóa danh mục sản phẩm của mỗi nhân viên bán hàng. Theo đó, Dược Hậu Giang có thể kiểm soát tốt hơn giá cả sản phẩm đến người tiêu dùng cuối cùng và chi phí chiết khấu. Nói cách khác, Dược Hậu Giang muốn mở rộng theo chiều dọc, lấy thêm giá trị từ kênh phân phối.

Thứ hai, thay đổi cơ cấu sản phẩm cũng cải thiện biên LN gộp. Như đã nói ở trên, thành phẩm với biên LN gộp 53.6% tăng tỷ trọng trong doanh thu lên 81% từ 75.5% trong năm ngoái trong khi hàng hóa với biên LN gộp 5.1% giảm xuống 19% từ 24.5%. Hơn nữa, biên LN gộp của cả hai phân khúc cũng được cải thiện (cụ thể, thành phẩm tăng lên 53.6% trong 9T2016 từ 51.1% và hàng hóa tăng lên 5.1% từ 4.1%).

Biên LN cải thiện

Tiếp tục xuống các khoản mục khác trong báo cáo kết quả kinh doanh, biên LN hoạt động chỉ cải thiện một chút 0.02% do sự gia tăng của chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp. Phần lớn sự gia tăng do tăng chi phí nhân viên và chi phí quảng cáo. Dược Hậu Giang đầu tư vào các thương hiệu như Naturenz, Hapacol, Natto Enzyme. Tuy nhiên, điều này đã được kỳ vọng trong ngắn hạn. Trong dài hạn, chúng tôi kỳ vọng sẽ thấy sự cải thiện trong đội ngũ bán hàng của Dược Hậu Giang, từ đó cải thiện biên.

9 tháng đầu năm 2016, doanh thu khác cũng giảm vì Dược Hậu Giang ghi nhận hoa hồng bán hàng vào doanh thu dịch vụ thay vì thu nhập khác. Nếu loại bỏ những thu nhập này, khoảng 21 tỷ, doanh thu thuần tăng 5.2% so với cùng kỳ.

LN ròng tăng 11% so với cùng kỳ lên 471 tỷ đồng trong 9T2016. Ưu đãi thuế cũng đóng góp vào sự tăng trưởng này. Cụ thể, trong 9T2016, Dược Hậu Giang tiết kiệm 58 tỷ tiền thuế nhờ. Công ty TNHH Dược phẩm MTV DHG, một công ty con của Dược Hậu Giang, sở hữu và vận hành 2 nhà máy: Non- Betalactam- đang hoạt động 70% công suất thiết kế là 4 tỷ đơn vị sản phẩm và Betalactam- mới đi vào hoạt động tháng 10, 2016 với công suất thiết kế là 1 tỷ đơn vị sản phẩm. Công ty TNHH MTV Dược phẩm DHG được miễn thuế tới năm 2018.

Nhà máy Betalactam đi vào hoạt động vào tháng 10 tăng công suất của Dược Hậu Giang và ưu đãi thuế của công ty con sẽ làm lợi cho công ty mẹ cho tới năm 2027.

Hợp tác với Taisho

Vào 04.07.2016, Công ty TNHH dược phẩm Taisho, một công ty con của Tập đoàn dược phẩm Taisho- một trong những tập đoàn dược phẩm hàng đầu tại Nhật Bản với 13.9% trong thị trường OTC tại Nhật Bản (Báo cáo thường niên năm 2016 của Tập đoàn dược phẩm Taisho), đã chính thức trở thành cổ đông lớn khi mua 24.5% cổ phần của Dược Hậu Giang. Tập đoàn dược phẩm Taisho đã gia nhập vào thị trường khá lâu thông qua công ty TNHH Taisho Việt Nam, sản xuất và phân phối nước tăng lực như Lipovitan, một thương hiệu nổi tiếng tại Việt Nam.

Việc hợp tác với Dược Hậu Giang sẽ giúp Công ty TNHH dược phẩm Taisho cung cấp sản phẩm thuốc tới người dân đị phương nhanh hơn thông qua kênh phân phối rộng khắp hiện tại của Dược Hậu Giang.

Đổi lai, Dược Hậu Giang sẽ có thể gia tăng công suất sản xuất bằng việc sản xuất nhượng quyền hoặc gia công cho Taisho miễn là các sản phẩm này không trùng với các sản phẩm tự sản xuất của Dược Hậu Giang. Hơn nữa, công ty có thể mở rộng sang các thị trường Malaysia, Indonesia… những quốc gia Tập đoàn dược phẩm Taisho đã hiện diện thông qua các công ty con và hưởng lợi từ kinh nghiệm và kiến thức công nghệ của đối tác trong công tác nghiên cứu và phát triển. Nói chung, chúng tôi kỳ vọng rằng sự hợp tác với Taisho sẽ giúp gia tăng doanh thu của Dược Hậu Giang, đặc biệt là thị trường nước ngoài, trong thời gian tới.

Nhà máy PIC/S

Kế hoạch ban đầu xây dựng nhà máy đạt chuẩn PIC/S đã bị tạm ngưng từ 25.12.2015 sau khi xem xét lại quy trình công nghệ và địa điểm. Thay vào đó, Dược Hậu Giang dự định nâng cấp dây chuyền sủi bọt thuốc Hapacol ở nhà máy hiện tại lên chuẩn PIC/S từ chuẩn GMP-WHO để tiết kiệm thời gian và chi phí. Chúng tôi tin tưởng rằng việc nâng cấp nàu sẽ giúp sản phẩm Hapacol nói chung và Dược Hậu

Giang nói riêng cạnh tranh hơn trong kênh ETC. Vì Hapacol đóng góp 18% tổng doanh thu của Dược Hậu Giang, tổng doanh thu được kỳ vọng sẽ được cải thiện.

Từ năm 2017

Trong báo cáo của ngày 13.06.2016, chúng tôi nghi ngờ khả năng thành công kế hoạch mở rộng thị trường nước ngoài của Dược Hậu Giang. Tuy nhiên, sự hợp tác giữa Hậu Giang và Công ty TNHH dược phẩm Taisho đã thay đổi quan điểm của chúng tôi. Chúng tôi tin tưởng rằng Dược Hậu Giang tiếp cận dễ dàng hơn tới các quốc gia có tiêu chuẩn dược phẩm cao như Indonesia, Malaysia…

Phương pháp tiếp cận tới khách hàng nhỏ lẻ trực tiếp hơn có thể đã cải thiện biên LN, khi nhìn vào sự gia tăng của biên LN hoạt động trong 9 tháng đầu năm nay. Trong tương lai dài hơn, theo chúng tôi, phương pháp bán bang này là phù hợp với hệ thống phân phối sâu rộng của công ty. Phương pháp không chỉ gia tăng doanh thu mà còn cải thiên hiệu quả hoạt động của Dược Hậu Giang.

Thêm vào đó, nâng cấp lên chuẩn PIC/S cũng tăng tính cạnh tranh của Dược Hậu Giang, đặc biệt Hapacol- một trong những sản phẩm chính của công ty, trong kênh ETC. Luật dược vào tháng 04.2016 ưu tiên các nhà sản xuất thuốc trong nước khi đấu thầu vào kênh bệnh viện, cũng mở ra nhiều cơ hội cho Dược Hậu Giang nhờ có vị trí dẫn đầu.

Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng cạnh tranh trên cả kênh ETC và OTC trở nên gay gắt hơn khi các đối thủ hiện tại cũng gấp rút nâng cấp chuẩn sản xuất và xây dựng nhà máy để tăng công suất và tính canh tranh (ví dụ: Imexpharm đã hoàn thành 2 dây chuyền Cephalosporin và Peniciline đạt chuẩn EU- GMP).

Trong dài hạn, chính sách của chính phủ hạn chế lạm dụng thuốc kháng sinh có thể được áp dụng, gây ra tác động tiêu cực đối với Dược Hậu Giang khi thuốc Kháng sinh chiếm tỷ trọng lớn trong tổng doanh thu của công ty (39% trong năm 2015).

Định giá

Xem xét các vấn đề kể trên, chúng tôi điều chỉnh tăng dự phóng kết quả kinh doanh của Dược Hậu Giang trong năm 2017. Cụ thể, doanh thu và LN ròng tăng tương ứng 13% và 14% so với cùng kỳ.

Năm 2016, cổ phiếu Dược Hậu Giang được giao dịch ở mức 13x. Với EPS dự phóng 2017 ở mức 8,416 đồng, chúng tôi định giá mỗi cổ phiếu DHG ở mức giá 109,000 đồng vào cuối năm 2017, tương ứng tổng mức sinh lời 18%. Chúng tôi nâng khuyến nghị từ Trung lập lên **TĂNG TỶ TRỌNG.**

PE trung bình 2016	EPS dự phóng 2017	Giá mục tiêu 2017
13x	EPS = VND8,416	109,000

DHG MÔ HÌNH TÀI CHÍNH	Giá TT: 94.8k	Giá MT: 109k	Vốn hóa: 8,263 tỷ đồng	
Đvị: Tỷ đồng	**2015**	**2016**	**2017E**	**2018E**
Doanh thu thuần	**3,608**	**3,629**	**4,092**	**4,500**
Tăng trưởng (%)	*-8*	*1*	*13*	*10*
GVHB	**2,195**	**1,990**	**2,230**	**2,419**
Biên LN gộp (%)	39.2	54.8	54.5	53.8
Chi phí BH& QLDN	720	903	1,019	1,120
EBITDA	**783**	**836**	**952**	**1,077**
Biên LN (%)	*21.7*	*23.0*	*23.3*	*23.9*
Khấu hao	90	100	108	116
Lợi nhuận từ HĐKD	**693**	**736**	**843**	**961**
Biên LN HĐKD (%)	*19.2*	*20.3*	*20.6*	*21.4*
Chi phí lãi vay ròng	22	23	32	44
Khả năng trả lãi vay(x)	*32.0*	*32.0*	*26.2*	*21.7*
Lãi/lỗ khác	30.0	-4.8	-5.5	-6.0
Thuế	109	59	67	76
Thuế suất hiệu dụng (%)	*15.5*	*8.3*	*8.3*	*8.3*
Lợi nhuận ròng	**593**	**649**	**739**	**835**
Biên LN (%)	*16.4*	*17.9*	*18.0*	*18.6*
Lợi ích CĐ thiểu số	4	4	5	6
LN cho công ty mẹ	**589**	**644**	**734**	**829**
Số lượng CP (triệu)	87	87	87	87
EPS hiệu chỉnh (VND)	**6,754**	**7,393**	**8,416**	**9,513**
Tăng EPS (%)	*10*	*9*	*14*	*13*
Cổ tức (VND)	**3,500**	**3,000**	**3,000**	**3,000**
Tỷ lệ trả cổ tức (%)	*44*	*47*	*36*	*32*

- *EBITDA = Net revenue – (COGs - Depr'n & Amort'n)– SG&A expenses*
- *EBIT = EBITDA – Depr'n & Amort'n*
- *Net interest expenses = interest expenses – interest income*
- *Other profit/loss consists of other financial income/expenses, profit share from JVs/associates and other income/loss*
- *Payout ratio = Dividend paid / Net attributable profit*

CĐKT VÀ DÒNG TIỀN BS ITEMS (VNDbn)	2015	2016	2017E	2018E
Receivable turnover (x)	*5.42*	*6.83*	*6.83*	*6.83*
Inventory turnover (x)	*3.09*	*3.00*	*3.00*	*3.00*
Payable turnover (x)	*3.02*	*3.66*	*3.66*	*3.66*
Increase in WC	98	2	46	41
Capex	180	90	135	135
Other cashflow items	-65	-89	-105	-86
Free cash flow	**339**	**568**	**562**	**696**
Share issues	0	0	0	0
Dividends paid	262	305	262	262
Increase in net debt	-77	-263	-344	-472
Net debt, end of year	-77	-263	-300	-434
Enterprise value	7,600	7,334	7,034	6,599
Total equity	**2,521**	**2,865**	**3,342**	**3,916**
Minority interests	20	18	18	18
Shareholder's equity	**2,501**	**2,847**	**3,324**	**3,898**
BVPS (VND)	29	33	38	45
Net debt / equity (%)	*-26*	*-32*	*-37*	*-42*
Net debt / EBITDA (x)	*-0.8*	*-1.10*	*-1.28*	*-1.53*
Total assets	**3,363**	**3,444**	**3,620**	**3,760**

- *Net debt = debts – cash & equivalent*

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2015	2016E	2017E	2018E
ROE (%) (excl minority interest)	***25***	***24***	***24***	***23***
ROA (%)	***17***	***19***	***21***	***23***
ROIC (%)	***17.8***	***19.6***	***21.8***	***24.0***
WACC (%)	***15.0***	***15.0***	***15.0***	***15.0***
PER (x)	***14.0***	***12.8***	***11.2***	***9.9***
PBR (x)	***3.3***	***2.9***	***2.5***	***2.1***
PSR (x)	***2.3***	***2.3***	***2.0***	***1.8***
EV/EBITDA (x)	***9.7***	***8.8***	***7.3***	***6.1***
EV/Sales (x)	***2.1***	***2.0***	***1.7***	***1.4***
Dividend yield (%) (bonus-adjusted)	***3.2***	***3.7***	***3.2***	***3.2***

Contacts:

HCM City Head Office
Level 3, Maritime Bank Tower
180-192 Nguyen Cong Tru St., District 1, HCM City
Tel: (+84 8) 3914 8585
Fax: (+84 8) 3821 6898

Hanoi Branch
Level 6, CTM Tower
299 Cau Giay, Cau Giay District, Hanoi
Tel: (+84 4) 3974 4448
Fax: (+84 4) 3974 4501

Equity Research

Head of Equity Research
Mr. Huy Hoang, CFA
(+84 8) 3914 8585 (x1450)
huy.hoang@kisvn.vn

Senior Associate – Energy, Commodity, Logistics
Mr. Vu Tran
(+84 8) 3914 8585 (x1459)
vu.th@kisvn.vn

Senior Associate – Consumer-related
Ms. Nu Le
(+84 8) 3914 8585 (x1460)
nu.lt@kisvn.vn

Senior Associate – Real estate
Mr. Trung Hoang
(+84 8) 3914 8585 (x1457)
trung.ht@kisvn.vn

Macro Research

Head of Macro Research
Mr. Vien Bach
(+84 8) 3914 8585 (x1449)
vien.ba@kisvn.vn

Technical Associate
Mr. Quang Nguyen
(+84 8) 3914 8585 (x1461)
quang.nk@kisvn.vn

Institutional Sales

Director, Sales
Ms. Uyen Lam
(+84 8) 3914 8585 (x1444)
uyen.lh@kisvn.vn

Nguyên tắc khuyến nghị

TĂNG TỶ TRỌNG: nếugiá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

TRUNG LẬP: nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn -5 đến15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

GIẢM TỶ TRỌNG: nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -5%.

Khuyến cáo

Bản báo cáo này do Công ty Cổ phần Chứng khoán KIS Việt Nam (KIS) phát hành với sự đóng góp của các chuyên gia của KIS được nêu trong báo cáo. Báo cáo này được viết nhằm mục đích cung cấp thông tin cho khách hàng là các tổ chức đầu tư, các chuyên gia hoặc các khách hàng cá nhân của KIS tại Việt Nam.

Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào ý kiến tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh.

Khi viết bản báo cáo này, chúng tôi dựa vào các nguồn thông tin công khai và các nguồn thông tin đáng tin cậy khác, và chúng tôi giả định các thông tin này là đầy đủ và chính xác, mặc dù chúng tôi không tiến hành xác minh độc lập các thông tin này. KIS không đưa ra, một cách ẩn ý hay rõ ràng, bất kỳ đảm bảo, cam kết hay khai trình nào và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác và đầy đủ của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này.

Các nhận định, đánh giá và dự đoán trong báo cáo này được đưa ra dựa trên quan điểm chủ quan của chúng tôi vào thời điểm đưa ra báo cáo này và có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần báo trước.

KIS có thể đã, đang và sẽ tiếp tục thực hiện các dịch vụ tư vấn đầu tư hoặc tiến hành các công việc kinh doanh khác cho các công ty được đề cập đến trong báo cáo này. Ngoài ra, KIS cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của KIS có liên quan đến việc viết hay phát hành báo cáo này có thể đã, đang và sẽ mua hoặc bán có kỳ hạn chứng khoán hoặc chứng khoán phái sinh (bao gồm quyền chọn) của các công ty được đề cập trong báo cáo này, hoặc chứng khoán hay chứng khoán phái sinh của công ty có liên quan theo cách phù hợp hoặc không phù hợp với báo cáo và các ý kiến nêu trong báo cáo này. Vì thế, nhà đầu tư nên ý thức rằng KIS cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của KIS có thể có xung đội lợi ích mà điều đó có thể ảnh hưởng đến nhận định.

Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS.